

2022年6月22日 全9頁

# 最良執行方針等の規制の見直し

## 政令、内閣府令などの改正

金融調査部 主任研究員 横山 淳

### [要約]

- 2022年5月18日、最良執行方針等に関する政令、内閣府令、監督指針の改正が行われた。これは2021年6月にとりまとめられた「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」報告書を受けて、最良執行方針等の規制を見直すものである。
- 改正のポイントは、①個人投資家にかかる最良執行方針等について、より価格を重視したものとする（コンプライ・オア・エクスプレイン）、②SOR（Smart Order Routing）の透明化、③レイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策の概要の開示である。
- 改正後の政令、内閣府令、監督指針は、2023年1月1日から施行・実施される。ただし、既存の最良執行方針等については1年間の経過措置（猶予期間）が認められる。

## 1. 最良執行方針等の規制の見直し

### (1) 政令、内閣府令、監督指針の改正

2022年5月18日、金融商品取引法に関連する次の[法令・監督指針](#)が改正された。

金融商品取引法施行令

金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、金商業等府令）

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下、金商業等監督指針）

いずれも、2021年6月2日に、金融審議会市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」（座長：黒沼悦郎早稲田大学大学院法務研究科教授）（以下、最良執行TF）によりとりまとめ公表された[報告書](#)を受けて、最良執行方針等の規制を見直すものである<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 報告書の概要については、拙稿「[最良執行のあり方等に関するTF報告書](#)」（2021年6月28日付大和総研レポート）参照。なお、筆者も、最良執行TFでの議論にメンバーの一人として参加させて頂いたが、本稿の内容は、あくまでも筆者の個人的見解であって、同TF等の見解を示すものではない。

改正のポイントを整理すると次のようになる。

- 個人投資家にかかる最良執行方針等 ⇒ 2(5)  
—個人投資家にかかる最良執行方針等について、原則、より価格を重視したものとする（コンプライ・オア・エクスプレイン）
- SOR（Smart Order Routing）の透明化 ⇒ 2(3)、3  
—SOR を使用する金融商品取引業者等に対して、最良執行方針等、最良執行説明書を通じた情報開示を拡充する
- レイテンシー・アービトラージ ⇒ 2(3)③、3  
—レイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策の概要を最良執行方針等で開示する

本稿では、まず、これまでの経緯を説明した上で（1(2)～(4)）、今回の最良執行方針等の規制の見直しのポイントを紹介する（2～3）。

## (2) 最良執行方針等の規制とは

金融商品取引業者等は、顧客からの上場株式などの注文について、これを最良の取引の条件で執行するための方針及び方法（最良執行方針等）を定め、公表し、（顧客に）交付し、これに従って顧客の注文を執行することが義務付けられている（金融商品取引法 40 条の 2 第 1～4 項）。

加えて、顧客の注文を執行した後、3 ヶ月以内にその顧客から求められたとき、その注文が最良執行方針等に従って執行された旨を説明した最良執行説明書を交付しなければならない（金融商品取引法 40 条の 2 第 5 項など）。

最良執行方針等の規制は、投資者保護の観点から、2005 年に導入されたものである。その背景には、1998 年の取引所集中義務（証券会社は顧客から受託した注文を取引所以外で執行することは原則として禁止）の撤廃、2005 年の取引所取引の原則（証券会社は顧客から明示的な指示がない限り、取引所において注文を執行しなければならない）の見直しを通じて、上場株式等の取引方法の多様化、そして（現実にはそうならなかったが）市場間競争の活発化が予想されたことがある。

## (3) 「最良の取引の条件」とは？

欧米においては、価格を重視した最良執行義務が制度化されている<sup>2</sup>。米国では、古くから判例上、ブローカー（証券会社）に対して最良執行義務が課されると解されてきた<sup>3</sup>。今日では、NMS（National Market System）と呼ばれる、各市場の気配情報・約定情報を統合配信し、最良気

<sup>2</sup> 令和 2 年 12 月 18 日開催最良執行 TF 資料 2「事務局説明資料（金融商品取引業者等の最良執行方針等について）」pp. 26-28。

<sup>3</sup> 木村真生子「米国の最良執行義務を巡る判例の展開—Newton 事件判決後の諸相—」（『筑波ロー・ジャーナル』11 号（2012 年 3 月）、pp. 133-159）。

配のある市場に注文を回送する仕組みが整備され、ブローカー（証券会社）だけではなく、取引所などの取引施設に対しても、原則、専ら価格による最良執行が求められている（Regulation NMS §242.611 など）。EU では、金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive、いわゆる MiFID II）により、リテール投資家が対象ではあるが、投資会社に対して、価格と手数料等のコストを考慮した最良執行が義務付けられている（MiFID II Art.27）。

わが国においては、厳密には、金融商品取引業者等に対して、直接、「顧客の注文を最良の取引の条件で執行しなければならない」という義務が、法律上、明確に定められているわけではない。上記(2)の最良執行方針等の規制も、文言上は、方針等の策定と開示、これに従った注文の執行、最良執行説明書を通じた事後モニタリングを定めているのみである。しかし、これらが組み合わされることによって、実質的には、最良執行義務として機能しているものと考えられる。

ただし、何を以て最良執行（最良の取引の条件）とするかは、法令上、明記されていない。解釈上、「価格のみならず、コスト・スピード・執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して決定され」<sup>4</sup>、「現在のわが国の証券市場の状況に鑑みれば、執行可能性を重視し流動性の最も高い市場で執行することも『最良の取引の条件』で執行する方法の1つに該当しうる」<sup>5</sup>と考えられてきた。そうした事情もあって、「多くの金融商品取引業者等の最良執行方針等には、流動性、約定可能性、取引のスピード等を考慮して、原則として主たる取引所に注文を取り次ぐものと記載」<sup>6</sup>されてきた。

#### (4) 近年の環境変化と見直しの必要性

最良執行の判断に当たって、必ずしも「価格」を優先的に考慮しなくても構わない、というわが国における解釈は、当初の予想に反して市場間競争が進展せず、むしろ、東京証券取引所への一極集中が進む中では、投資者保護上、特に大きな問題を生じることがなかった、と評することができるように思われる。

しかし、近年、わが国においても「PTS のシェアが徐々に増加しているほか、個人投資家向けにもダークプール（筆者注：後述 2 (4)）の提供が進む等、取引所の立会市場以外における取引が増加しつつある」<sup>7</sup>などの環境の変化が認められる。加えて、SOR の普及を通じて、取引所、PTS、ダークプールといった「複数の取引施設における価格を比較した注文執行が一定程度可能になっている」<sup>8</sup>。こうした状況を踏まえて、今回、最良執行方針等の規制の見直しが行われたのである。

<sup>4</sup> [「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令（案）、証券取引法の審判手続における参考人及び鑑定人の旅費及び手当に関する政令（案）、証券取引所及び証券取引所持株会社に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（案）、取扱有価証券に関する内閣府令（案）および証券取引法第七十九条の三及び第百十六条に規定する最終の価格がない場合にこれに相当するものを定める内閣府令（案）に対するパブリックコメントの結果について」](#)（平成 17 年 2 月 15 日）。

<sup>5</sup> 同前。

<sup>6</sup> 報告書 p. 2。

<sup>7</sup> 報告書 p. 3。

<sup>8</sup> 報告書 p. 4。

## 2. 最良執行方針等の記載事項

### (1) 記載事項の拡充

最良執行方針等の記載事項について、金融商品取引法施行令が次のように改正された（同 16 条の 6 第 2 項）。

改正前	改正後
銘柄ごとに最良の取引の条件で執行するための方法及び当該方法を選択する理由を記載して定めなければならない	銘柄ごとに最良の取引の条件で執行するための方法及び当該方法を選択する理由を <b>内閣府令で定めるところにより</b> 記載して定めなければならない

つまり、単に最良執行のための方法と、その理由を記載するのではなく、「内閣府令で定めるところ」に沿って、詳細な記載が求められることとなる。

なお、記載は「銘柄ごと」に行う点は、改正の前後を通じて変更はないが、今回の改正における「より価格を重視した最良執行方針等」や「SOR の透明化」などの考え方も踏まえ、「複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法により執行する銘柄と、複数の取引所金融商品市場等で取り扱われていないためにかかる方法により執行しない銘柄とを、最良執行方針等において区別して記載することは可能であり、かつ、両者を区別して記載する必要がある」（[「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」](#)（以下、パブコメ回答）No. 1、2）との見解が金融庁から示されている。

### (2) 「内閣府令で定めるところ」とは？

「内閣府令で定めるところ」の具体的な内容は、改正後の金商業等府令 124 条 2 項が定めている。まず、基本的な記載の方法として次のことが定められている。

取引所金融商品市場等（注）における有価証券の売買の取次ぎその他の執行の方法の内容を示して（記載）しなければならない。

（注）取引所金融商品市場又は私設取引システム（PTS）をいう。

その上で、次の場合それぞれに「執行の方法の内容」として含むべき事項を定めている。

◇いわゆる SOR を使用する場合 ⇒ (3)

◇個人顧客の注文である場合 ⇒ (4)(5)

なお、金商業等府令では明示的に示されていないが、前記(1)の通り、金融商品取引法施行令では「当該方法を選択する理由」の記載が求められている以上、これらの事項についても、単に、その旨だけではなく、「当該方法を選択する理由」を記載すべきものと考えられる（「パブコメ回答」No. 9、32 など参照）。

加えて、記載に当たっては、「顧客の属性や証券会社等のビジネスモデルに応じて、分かりやすく記載」することが求められる（金商業等監督指針IV-3-1-2(11)①）。

### (3) いわゆる SOR の使用

SOR（Smart Order Routing（スマート・オーダー・ルーティング））と呼ばれる「取引所やPTS、ダークプールを含めた複数の取引施設から最良価格を提示している取引施設を検索し注文を執行する」<sup>9</sup>システムを利用する場合についての開示事項が定められている。

具体的には、複数の取引所金融商品市場等（社内取引システム（いわゆるダークプール）を含む）から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織（最良価格検索システム）により自動的に選択する方法を用いる場合、**その旨（SOR を用いる旨）に加え、次の①～③の事項を最良執行方針等に記載することが求められる。**なお、SOR を用いることだけでなく、次の①～③の事項についても「当該方法を選択する理由」を記載すべきものと解されている（「パブコメ回答」No.9）。

①SOR において価格を比較する取引所金融商品市場等

②SOR における取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序（注1）

③いわゆるレイテンシー・アービトラージ（注2）への対応方針及び対応策の概要

（注1）複数の取引所金融商品市場等における最良気配が同値だった場合にいずれで執行するか、を含むものに限る

（注2）注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略のこと

#### ①SOR において価格を比較する取引所金融商品市場等

SOR において価格を比較する取引所金融商品市場、PTS、社内取引システム（ダークプール）について最良執行方針等に記載することが求められている。

なお、比較の対象として、自社又は自社と系列・友好関係が認められる証券会社等が運営するPTS 又はダークプールが選択されている場合には、利益相反に関する事項の開示が求められる。すなわち、「顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえた上で、当該取引システムを選択する合理的な理由について、資本関係の有無を含め、最良執行方針等に具体的に記載」することが求められる（金商業等監督指針IV-3-1-2(11)④イ）。報告書が、SOR に付随する利益相反構造について、開示を通じて透明化することを提言したことを受けたものである。

#### ②SOR における取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序

SOR による基本となる注文執行ルールについて開示を求めるものである。具体的には、例えば、「提示されている気配等を比較し、順次に回送するのか、複数に分割して同時に回送するの

<sup>9</sup> 報告書 p. 3。



かを決定するといった、基本となる注文回送ルールについて、顧客の属性に応じて、最良執行方針等に分かりやすく記載」することが求められる（金商業等監督指針IV-3-1-2(11)③）。

なお、比較する複数の取引所金融商品市場等における最も有利な価格が同一である場合に、自社又は自社と系列・友好関係が認められる証券会社等が運営する PTS 又はダークプールで優先して注文を執行することとしている場合には、「顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえた上で、当該取引システムで注文を執行する合理的な理由について、最良執行方針等に具体的に記載」することが求められる（金商業等監督指針IV-3-1-2(11)④ロ）。報告書が、SOR に付随する利益相反構造について、開示を通じて透明化することを提言したことを受けたものである。

### ③いわゆるレイテンシー・アービトラージへの対応方針及び対応策の概要

いわゆる HFT（高速取引行為者）の中には、時間差から生じる複数の取引施設間の価格差を利用した投資戦略（レイテンシー・アービトラージ）を採用している者がとみられている<sup>10</sup>。

こうした HFT の行動の実態は必ずしも明らかではないものの、自分の注文の執行に影響を及ぼすことを好まない顧客のために、金融商品取引業者等の中には、即時に約定可能な注文以外では自動的にキャンセルする注文方法（IOC（Immediate Or Cancel）注文）や、複数の取引施設への同時発注を行うなどの対応策を講じている事例もあるとされる<sup>11</sup>。

今後、より価格を重視した最良執行方針等が求められ（後述(5)）、SOR の活用が進むとすれば、最良気配を検索して、注文が取引施設を順次回送されることも多くなることが予想される。その場合、理論上、注文がある取引施設から他の取引施設に回送されるタイムラグを利用して、HFT によるレイテンシー・アービトラージの機会が増加することも想定される。その結果、（HFT 以外の）投資家が発注先の金融商品取引業者等を選択するに当たって、その採用するレイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策が重要な判断要素となることも考えられる。

今回の改正は、こうした考え方を踏まえ、金融商品取引業者等に対して最良執行方針等を通じた情報提供の充実を図るものである。

なお、レイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策の概要を最良執行方針等に記載することが求められたからといって、これらの対応策を講じることが金融商品取引業者等に対して義務付けられるわけではない。ただし、これらの対応策を講じない場合には、「『対応方針』としてその旨、及びその理由を最良執行方針等の記載において示す必要がある」と解されている（パブコメ回答 No. 19）。その意味では、開示を通じて、間接的に、レイテンシー・アービトラージへの対応策を講じることを促す効果はあるものと思われる。

<sup>10</sup> 報告書 p. 3。

<sup>11</sup> 報告書 p. 10 脚注 20、令和 3 年 4 月 7 日開催最良執行 TF「[事務局説明資料（高速取引行為と最良執行のあり方等）](#)」pp. 12-15 など。

#### (4) 個人顧客の注文①（ダークプールの使用）

個人顧客からの注文に対する執行方法が、社内取引システム（いわゆるダークプール）を使用して行うものであるときは、その旨とその理由の開示が求められる。

ダークプールとは、一般に、「電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない（気配情報を公表しない）取引の場」<sup>12</sup>と説明される。

投資家がダークプールを利用する理由としては、取引コストが抑えられること、気配情報が公表されないことから大口取引のマーケット・インパクトが抑えられること、（値段の刻み幅（いわゆるティックサイズ）が細かいこと等から）取引所よりも有利な価格で取引ができる可能性（価格改善の可能性）があることなどが、挙げられることが多い<sup>13</sup>。

他方、市場の価格発見機能の低下や流動性の分散、ダークプールの取引や情報へのアクセスの公平性の阻害、ダークプールにおける取引の執行方針等に関する情報が十分に提供されないおそれがあることなどの問題が指摘されている<sup>14</sup>。

当初は、機関投資家を中心に利用が進んだが、近年、個人投資家へも広がっていることから、2020年6月、ダークプールの透明性等を確保するための規制の強化が行われた<sup>15</sup>。そのうち、価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管義務や、価格改善効果の顧客に対する説明義務は、2021年9月から施行されている。こうした経緯も踏まえて、最良執行TFは、顧客が個人である場合について「ダークプールを使用する場合には、その旨及びその理由」を最良執行方針等において開示することを求めている。今回の改正もこれを受けたものである。

#### (5) 個人顧客の注文②（より価格を重視した最良執行方針等）

個人顧客からの注文に対する執行方法が、最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるときは、その旨とその理由の開示が求められている。

これは、最良執行TFが、小口注文が多い個人投資家については、「基本的には価格が最も重要な要素であると考えられる」<sup>16</sup>ことから、より価格を重視する方向に見直すことを求めたことを受けたものである。ただ、個人投資家の中でもそのニーズは様々であること、金融商品取引業者等のビジネスモデルも様々であることなどを踏まえて、一律に、価格を重視した最良執行方針等を義務付けることはせず、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（実施せよ、さもなければ、説明せよ）の手法を採用している。すなわち、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に、その旨とその理由を開

<sup>12</sup> 平成31年2月19日開催金融審議会市場ワーキング・グループ（第19回）資料1「[事務局説明資料（ダークプールの現状と課題）](#)」p. 1。

<sup>13</sup> 脚注12資料p. 2。

<sup>14</sup> 同前。

<sup>15</sup> 拙稿「[金融庁のダークプール取引透明化策](#)」（大和総研レポート2020年7月15日）など参照。

<sup>16</sup> 報告書p. 4。

示することを求めている（「パブコメ回答」No. 29、32）。

価格を主として考慮しているか、価格以外の要素を主として考慮しているか、の判断基準については、基本的に、SOR を使用するか否かによって判断する方針が示されている。すなわち、最良価格検索システムを使用して最も有利な価格が提示されている取引所金融商品市場等に顧客注文を回送する場合は、基本的に、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には該当せず（つまり価格を主に考慮している）、最良価格検索システムを使用することなく、特定の取引所金融商品市場等に回送するときは、基本的に「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当する（つまり価格以外の要素を主として考慮している）とされている（金商業等監督指針IV-3-1-2(11)②）。

価格以外の要素を考慮している場合の理由（エクスプレイン）には、「主としてどのような顧客の利益を考慮して行うものであるか」についても記載すべきとの見解が示されている（「パブコメ回答」No. 32）。加えて、具体的な記述例について、次のような見解も示されている。

理由（エクスプレイン）の例	金融庁の見解	出所
必要なシステム開発等のコストを回収するためには売買手数料等に当該コストを転嫁せざるを得ず、ひいては顧客の利益に繋がらないと考えられる	例えば、当該システムの導入により期待される価格改善効果と、顧客が追加的に支払うことになる売買手数料を比較して、後者の方が大きいと見込まれるときは、その旨を、当該方法を選択する理由として記載することも考えられます	「パブコメ回答」 No. 33
システム開発に時間を要するため	当該システム開発に時間を要する旨の記載に加え、当該システムの導入の目標時期や当該システム開発が完了するまでの間において採用する執行方法を選択する理由を示す必要があると考えられます	「パブコメ回答」 No. 34
最良執行義務は、価格のみならず、例えば、スピード、執行の確実性や、価格優先の場合に証券会社がお客さまに負担いただくコストについても考慮し、これらの要素を総合的に勘案して執行する義務となります。したがって、価格のみに着目して事後的に最良でなかったとしても、そのみをもって最良執行義務の違反には必ずしもなりません	当該方法を選択する理由に該当しないものと考えられます	「パブコメ回答」 No. 37

（出所）「パブコメ回答」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

### 3. 最良執行説明書の記載事項

今回の改正により、最良執行説明書の記載事項が、次のように見直される（改正後の金商業等府令124条6項）。



改正前	改正後
①注文に係る有価証券等取引の銘柄、数量及び売付け又は買付けの別	①同左
②受注日時	②同左
③約定日時及び執行した金融商品市場その他執行の方法	③約定日時及び執行した金融商品市場（ <b>社内取引システムを使用して行ったときは、その社内システムを含む。</b> ）その他執行の方法
（新設）	④ <b>執行の方法が、SOR の方法を用いたものである場合には、約定価格及び当該方法において比較した各取引所金融商品市場等における最も有利な価格</b>

③の「社内取引システム」とは、いわゆるダークプールを想定したものである。最良執行方針等を通じた事前の情報開示（前記2(3)①、(4)）に加え、最良執行説明書を通じた事後モニタリングのための情報開示も求めるものである。

④は、SOR を使用した場合における価格改善状況に関する情報（単純に最も有利な価格の取引所金融商品市場等に注文を回送するよりも、より有利な価格で約定できたのか、などをモニタリングするための情報）の開示を求めるものである。

いずれも報告書の提言を受けたものである。

#### 4. 実施時期

改正された政令、内閣府令、監督指針は、2023年（令和5年）1月1日から施行・適用される（改正金商業等府令附則1条など）

なお、施行の際現に存する最良執行方針等については、1年間の経過措置（猶予期間）（2(3)(4)(5)の規定は、施行日から起算して1年を経過する日までの間は適用しない）が講じられている（改正金商業等府令附則2条1項）。この場合、最良執行説明書に関する改正（3）についても同様の経過措置（猶予期間）が認められる（同2項）。